

学校编码: 10384  
学号: B200211012

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学  
博 士 学 位 论 文

实物期权与权益定价研究

Research on Real Options and Its Application  
in Equity Valuation

罗 国 荣

指导教师姓名: 葛家澍 教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2005 年 4 月

论文答辩时间: 2005 年 6 月

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2005 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

## 内 容 摘 要

传统的价值相关性研究是建立在盈余资本化模型、资产负债表模型和剩余收益定价模型基础之上的。然而，这三类传统的定价模型却不恰当地将投资决策视为外生变量。这就造成三类模型都在某种程度上缺乏描述性，进而招致了一些学者的严厉批评。为了应对这些批评，并且推动价值相关性研究进一步向前发展，就有必要明确地在权益定价模型中考虑实物期权的影响。

就国外而言，目前运用实物期权概念进行研究设计的文献已经很多。然而遗憾的是，在国内，尤其是大陆地区，会计界人士大多对实物期权不甚了解，更不用说直接运用该概念进行实证研究了。本文因此对国外有关的文献进行了比较详细地介绍，并且运用类似的方法对净资产和净收益在权益定价中的相对地位、净资产在亏损公司权益定价中的作用等问题进行了实证研究。

通过同时运用横截面测试和时间序列测试，笔者得出了以下一些初步的研究结论：

1. 在横截面上，随着公司的盈利能力不断地增强，每股净收益的回归系数不断变大，而每股净资产的回归系数则是不断变小（尽管变化并不太显著）。因此，就股价与净收益和净资产之间的函数关系而言，其大体上是凸函数形态的。
2. 在横截面上，随着公司的盈利能力不断增强，每股净收益的增量解释力不断变大，而每股净资产的增量解释力则不断变小。
3. 对于拥有更多增长机会的公司，会计盈余的定价乘数更大，并且随着公司盈利能力不断地增强，其定价乘数以更快的速度变大。然而与

Zhang(2000)和 Chen et al. (2002)的模型预测相反的是, 净资产的定价乘数并不是随着增长机会的增加而变小, 而是变大了。

4. 随着上市公司的财务状况在时间序列上不断恶化, 净收益的定价乘数存在不断变小的趋势, 且在亏损公司的权益定价中不再显著, 尽管净资产的定价乘数并不是不断变大, 但在常规的显著水平下却一直是显著的。

5. 规模控制变量假说得不到实证证据的支持, 净资产在亏损公司的权益定价中一直充当的是未来正常收益的替代变量。然而, 随着公司的财务状况不断恶化, 清算价值替代变量的作用也在不断增强, 以至于当公司连续发生第三次亏损而面临退市时, 未来正常收益替代变量作用和清算价值替代变量作用变得几乎同等地重要。

本文的主要贡献在于: (1) 本文对传统的权益定价模型进行了比较详细地介绍和评价, 并且对运用剩余收益定价模型所做的会计信息时间序列变化研究方面的文献所存在的方法论问题进行了论述; (2) 本文对运用期权思想所做的实证研究进行了比较全面地介绍; (3) 本文运用实物期权的思想, 并且运用中国证券市场数据对每股净资产和每股净收益在权益定价中的相对地位及每股净资产在亏损公司权益定价中的地位等问题进行了实证研究。

**关键词:** 实物期权; 价值相关性研究; 权益定价模型

## **Abstract**

The traditional value relevance research is based on traditional valuation models, namely earnings capitalization model, balance sheet model and residual income valuation model. These traditional models, however, improperly treat investment decisions as exogenous variables, so that all these models are not descriptive to some extent and have sparked fierce criticisms from some scholars. In order to respond to these criticisms and further push value relevance research forward, it is very necessary to explicitly consider the impact of real options in equity valuation models.

As far as foreign countries are concerned, there are already numerous papers using the concept of real options to design their researches up to now. Unfortunately in china, especially on mainland, however, few accounting scholars know real options, let alone using the concept of real options to design their researches. Accordingly, this thesis introduces the related papers in detail and uses the similar methodology to do some researches on relative importance of earnings and book value in equity valuation and the roles played by book value in loss sample equity valuation and etc.

By using cross-sectional test and inter-temporal test simultaneously, we have reached the following preliminary conclusions:

1. As the profitability of the companies increases cross-sectionally, the multiplier of earnings per share gradually increases, while the multiplier of book value diminishes, although it is not so significant at the normal significant levels. The shape of function between stock price and earnings and book value, therefore, is roughly concave;

2. As the profitability of the companies increases cross-sectionally, the incremental explanatory power of earnings gradually increases, the incremental

explanatory power of book value, however, diminishes gradually;

3. For those companies bearing more growth opportunities, the multiplier of earnings is bigger, and with the increase of profitability of those companies, the multiplier will increase at a greater speed, but contrary to the prediction of the model of Zhang(2000) and Chen et al.(2002), the multiplier of book value does not decrease with the growth options, but increases instead;

4. As the financial conditions of the listed companies deteriorate inter-temporally, the multiplier of earnings gradually decreases and is not significant at normal significance levels when companies begin to suffer from loss, although the multiplier of book value does not increase; it has always been significant at the normal significance levels;

5. The hypothesis of proxy for scale difference can not get the support of the empirical evidence; book value has always played the role of proxy for the future normal income in the equity valuation of loss companies. Nevertheless, as the financial conditions of the companies gradually deteriorate, the role of proxy for liquidation value also increases, so that when the companies suffer from loss for the third time and face being delisted, the role of proxy for liquidation value becomes almost as important as the role of proxy for the future normal income.

Our main contributions lie in: (1) this thesis introduces and makes comments on the traditional equity valuation models, and discusses the methodological issues in the researches on inter-temporal changes of the accounting information value relevance; (2) this paper introduces the researches using the concept of options in detail; (3) this dissertation uses real options concept and chinese datas to do some researches on the relative importance of earnings per share and book value per share and the roles played by book value in loss companies equity and etc.

**Key words:** real options; value relevance research; equity valuation models

# 目 录

<b>第一章 导论</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景	1
1.2 本文的结构安排	7
1.3 主要的研究结论	9
1.4 本文的主要贡献	10
<b>第二章 价值相关性研究及传统的权益定价模型</b>	<b>12</b>
2.1 价值相关性的定义	12
2.2 价值相关性研究的分类	14
2.3 传统的权益定价模型及其缺陷	18
2.3.1 盈余资本化模型及其缺陷	18
2.3.2 资产负债表模型及其缺陷	23
2.3.3 剩余收益定价模型及其缺陷	26
2.4 价值相关性研究的局限性：问题与争论	39
<b>第三章 文献回顾</b>	<b>41</b>
3.1 实物期权概念	41
3.1.1 实物期权的定义	41
3.1.2 实物期权的分类	42
3.1.3 实物期权与金融期权的区别	45
3.1.4 实物期权法与 NPV 决策规则的区别	48
3.2 金融期权与会计盈余公布的信息含量研究	50
3.3 实物期权概念在会计实证研究中的运用	51
3.3.1 实物期权与盈余反应系数研究	52
3.3.2 实物期权与资产负债表数据在权益定价中的地位研究	54
3.3.3 实物期权与资本投资动态模型检验	68
3.3.4 实物期权与分部报告信息含量研究	72

<b>第四章 制度背景和研究假设</b>	<b>77</b>
4.1 制度背景	77
4.2 研究假设的提出	81
<b>第五章 研究方法</b>	<b>85</b>
<b>第六章 样本选择与研究结论</b>	<b>89</b>
6.1 假设 1、假设 2 和假设 3 的检验结果	89
6.1.1 样本选择、描述性统计量及相关关系检验	89
6.1.2 假设 1 的检验结果	93
6.1.3 假设 2 的检验结果	100
6.1.4 假设 3 的检验结果	104
6.2 假设 4 的检验结果	111
6.3 假设 5 的检验结果	115
<b>第七章 结论</b>	<b>121</b>
7.1 主要的研究结论	121
7.2 研究局限	122
7.3 未来的研究方向	123
<b>附    录</b>	<b>124</b>
<b>参考文献</b>	<b>130</b>
<b>后    记</b>	<b>143</b>



# Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research background .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Structure of this dissertation .....</b>	<b>7</b>
<b>1.3 The main conclusions .....</b>	<b>9</b>
<b>1.4 Main contributions .....</b>	<b>10</b>
<b>Chapter 2 Value relevance research and traditional models .....</b>	<b>12</b>
<b>2.1 Definition of value relevance .....</b>	<b>12</b>
<b>2.2 Classification of value relevance research.....</b>	<b>14</b>
<b>2.3 Traditional equity valuation models and their shortcomings .....</b>	<b>18</b>
2.3.1 Earnings capitalization model and its shortcomings.....	18
2.3.2 Balance sheet model and its shortcomings.....	23
2.3.3 Residual income valuation model and its shortcomings .....	26
<b>2.4 Limitations of the value relevance research: problems and disputes.....</b>	<b>38</b>
<b>Chapter 3 Literature review .....</b>	<b>41</b>
<b>3.1 Concept of the real options .....</b>	<b>41</b>
3.1.1 Definition of real options .....	41
3.1.2 Classification of real options.....	42
3.1.3 Difference between real options and financial options .....	45
3.1.4 Difference between real options and NPV .....	48
<b>3.2 Financial options and information content research of earnings .....</b>	<b>50</b>
<b>3.3 Real options and its application in empirical accounting researches .....</b>	<b>51</b>
3.3.1 Real options and ERC research.....	52
3.3.2 Real options and roles played by balance sheet in equity valuation .....	54

3.2.3 Real options and the test of investment dynamics model .....	68
3.2.4 Real options and information content research of segment earnings .....	72
<b>Chapter 4 Institutional background and research hypothesis.....</b>	<b>77</b>
4.1 Institutional background .....	77
4.2 Research hypothesis .....	81
<b>Chapter 5 Research methodology .....</b>	<b>85</b>
<b>Chapter 6 Sample selection and research conclusions.....</b>	<b>89</b>
6.1 The test results of hypothesis 1、 2 and 3 .....	89
6.1.1 Sample selection and descriptive statistics .....	89
6.1.2 The test results of hypothesis 1 .....	93
6.1.3 The test results of hypothesis 2 .....	99
6.1.4 The test results of hypothesis 3 .....	103
6.2 The test results of hypothesis 4.....	110
6.3 The test results of hypothesis 5.....	114
<b>Chapter 7 Conclusions .....</b>	<b>120</b>
7.1 Main research conclusions.....	120
7.2 Research limitations.....	121
7.3 Directions of future researches.....	122
<b>Appendix .....</b>	<b>123</b>
<b>Bibliography.....</b>	<b>129</b>
<b>Acknowledgement .....</b>	<b>142</b>

## 第一章 导论

### 1.1 研究背景

经济学是会计学的基础。会计学总是不停地从经济学中吸取养分，从而促进自身不断地向前发展。会计学中的规范研究方法（normative research methodology）是如此<sup>①</sup>，实证研究方法<sup>②</sup>（empirical research methodology）更是如此。对于实证会计研究，甚至可以毫不夸张地说，如果没有经济学及其他学科相关概念和研究方法的出现，其根本就不可能产生，更不可能从 20 世纪 80 年代起获得西方会计研究的主流地位。

<sup>①</sup> 如马克思对于会计的经典定义，希克斯对于资产的定义。再如，早年美国的坎宁（Canning）和英国的爱德华兹（Edwards）从新古典经济学分析的基本假定中“演绎”出理想的收益计量法，提出了“真实收益”概念，并且比较详细地讨论了他们认为可以获得“真实收益”的替代指标。随后，这一研究路线被会计研究人员和部分经济学家，尤其是北美的经济学家热情地追随，并于 20 世纪 60 年代达到了顶峰。很多著名的研究就发表于那一时期，包括贝德福德（Bedford, 1965）、钱伯斯（Chambers, 1966）、爱德华兹和贝尔（Edwards and Bell, 1961）、井鸠雄士（Ijiri, 1967）（Ryan, Scapens and Theobald, 2002，阎达五等译）。近来，博弈论、信息经济学以及制度经济学等被我国一些青年学者用于研究会计准则的变迁和会计信息的产权等问题（刘峰，2000；谢德仁，2001；杜兴强，2002）。如此种种，可以说不甚枚举。

<sup>②</sup> 在英文中，Positive research 和 Empirical research 都有表示实证研究的意思。为了进行区分，很多学者将前者翻译为“实证研究”，而将后者翻译为“经验研究”（葛家澍、刘峰，1999；陈少华等，1999；阎达五，2004）。尽管如此，然而对于两者之间的区别及各自所包含的研究范式，则是仁者见仁，智者见智。如汤云为在为《当代会计实证研究方法》一书所作的序言中指出：广义的经验研究（empirical research）包括五个方面，即实验室实验（laboratory experiments）、实地实验（field research）、案例研究（case research）、调查研究（survey research）和档案研究（archive research）。狭义的经验研究则仅仅指档案研究，而实证研究只是档案研究的一个分支，比经验研究的范围小得多。它主要研究经理人员对会计政策的选择问题（张朝宓等，2001）。Kothari(2001)进一步地证明了汤云为的观点。他指出：资本市场和财务报表之间关系的经验研究主要包括如下几个方面：基本面分析和定价（fundamental analysis and valuation）、有效市场测试（tests of market efficiency）和会计数据在合约及政治过程中的作用（roles of accounting numbers in contract and the political process）等。中国人民大学的阎达五教授(2004)则认为，实证研究是和规范研究相对应的概念。经验研究则是与理论研究（theoretical research）相对应的概念。就会计研究方法来说，首先，实证研究与规范研究并不是相互对立的，而是相互依存、相互补充的。因为实证研究方法中不可避免地参杂了研究者主观价值判断，而规范研究也可以从实证研究中吸取有益的成果。其次，就经验研究和理论研究这一对概念来看，理论研究强调提出各种假设，进行逻辑推理，而经验研究重点强调的是对理论和假设的验证，以及从历史数据的分析中得出某些规律，二者有着相互促进的作用。对于经验研究和实证研究的关系，它们都侧重于以事实说话，至于何者更大的争论则没有太大的意义。这里我们无意于参与对该问题的争论，但为了与规范研究方法相区别，我们将这两个词统一都翻译为“实证研究”。

譬如,就实证会计研究中的价值相关性研究范式(value relevance research paradigm)而言,20世纪60年代末,Ball、Brown和Beaver等人运用财务学中的有效市场假设(efficient market hypothesis)、事项研究法<sup>①</sup>(event study)、资本资产定价模型(capital asset pricing model)等概念和方法研究会计盈余(accounting earnings)<sup>②</sup>的信息含量(Ball & Brown, 1968; Beaver, 1968),并且找到了会计盈余披露具有信息含量的经验证据;70年代末,Chiras、Manaster、Patell和Wolfson等人运用股票看涨期权的价格<sup>③</sup>(金融期权)进一步地证实了Ball、Brown和Beaver等人的研究发现(Chiras and Manaster, 1978; Patell and Wolfson, 1979);到了90年代,Hayn、Zhang和Biddle等人则又将实物期权<sup>④</sup>(real options)的概念引入到会计的实证研究中,并且用于研究盈余反应系数、检验资本投资动态模型(capital investment dynamics model)、研究分部报告的信息含量及资产负债表数据在权益定价中的作用等(Hayn, 1995; Zhang, 2000; Biddle et al., 2000)。

实物期权概念的引入体现了实证会计研究发展的内在逻辑。因此,可以说是价值相关性研究发展到一定阶段的必然产物。

<sup>①</sup> 法玛、费希尔、詹森和罗尔(1969)(Fama, Fisher, Jensen and Roll, 1969)是第一篇运用事项研究方法的文献,他们发现了股票价格因股票分割信息而发生调整的过程。“由于他们的工作,事项研究法和市场模型成为会计和财务研究中的标准工具”(Brown, 2004, 杨松令等译)。

<sup>②</sup> 严格地说,earnings(盈利)、income(收益)和surplus(盈余)是三个既有联系,又有区别的概念。盈利体现报告期间的业绩,收益=盈利+前期调整,盈余=盈利+前期调整+非常利得-非常损失(Paton and Littleton, 1940)。然而,目前在实证会计研究文献中,都把盈利(earnings)翻译为盈余。本文也按约定俗成的用法,将会计盈利皆译为会计盈余。

<sup>③</sup> Beaver(1968)发现,会计盈余公布以后,非正常报酬的方差会发生显著的变化(盈余公布当周的方差是前后各8周相应方差的平均值的1.67倍),而方差是决定期权价格的一个重要因素(其他的几个因素是当前价格、未来的行权价格、距离到期日所剩余的时间)。因此,如果会计盈余具有信息含量,则被公布后,必然会影响期权市场上看涨期权的价格。因而也就可以利用看涨期权的价格来研究会计盈余的信息含量。

<sup>④</sup> Hayn(1995)发现,最早将实物期权的有关概念引入到会计研究中的是Ronen and Sorter(1973)。他们讨论了资产的脱手价值(exit value)对公司定价的重要性。但可惜的是,实物期权的概念此时并未在会计界引起多大的重视(引自:Hayn, 1995, The information content of losses, Journal of Accounting and Economics 20, 125-153. 我们未检索到原文)。此后,随着金融学和财务学中对实物期权研究文献的增多,实物期权的概念才开始于上个世纪90年代被引入到会计的实证研究中来。

众所周知,传统的价值相关性研究<sup>①</sup>是建立在盈余资本化模型、资产负债表模型(balance sheet model)和剩余收益定价模型(residual income valuation model)基础之上的。

盈余资本化模型假设投资决策是外生的变量。也就是说,它假设企业将在既定的规模下持续不断地经营下去。然而实际的情况是,有些企业可能会因为盈利能力较高而扩大企业的生产规模,另一些企业则可能因为连续亏损而不得不执行调整选择权(Adaptation options),将现有的资源用于其他更有利的用途,甚至是干脆将企业清算掉<sup>②</sup>。对于前一类企业,由于扩张期权(expansion option)本身也是有价值的,因此具有增长潜力公司的权益价值也就应该是扩张前盈余的资本化价值加上扩张期权的价值(Ross et al., 1999),而不仅仅是扩张前盈余的资本化价值。无疑,简单的盈余资本化模型对于这些公司而言存在遗漏变量的现象。对于后一类企业,会计盈余将不再能被用于预测企业未来的现金流量,投资者对企业权益进行定价时也将不再考虑会计盈余的影响,此时如果仍然用简单的盈余资本化模型进行回归,则势必也会导致模型的误设<sup>③</sup>(misspecification),甚至是严重误设<sup>④</sup>。

<sup>①</sup> 到目前为止,先后已有四类模型被用于价值相关性研究当中,即是盈余资本化模型(earnings capitalization model)、资产负债表模型(balance sheet model)、剩余收益定价模型(即 Ohlson model)和期权权益定价模型(Option-style equity valuation model)。为了与期权定价模型相区别,我们将前三类模型称为传统的权益定价模型。相应地,将相关的研究称为传统的价值相关性研究。

<sup>②</sup> Burgstahler and Dichev(1997)将前者称为内部调整(internal adaptation),而将后者称为外部调整(external adaptation)。

<sup>③</sup> Lev(1989)对1980-1988年间发表于AR、JAR和JAE等三种权威刊物的19篇有关盈余和报酬的研究进行了回顾。他们发现未预期盈余对股票报酬的解释力很低,也即典型的报酬率——盈余模型的 $R^2$ 通常在2%—5%之间。即使在扩大时窗、加入盈余水平值后所得到的 $R^2$ 也很少超过10%。他对这种现象给出了多种解释,而其中一个便是认为这可能是因为报酬和盈余之间关系误设所造成的。但限于当时实证研究发展的水平。人们还很难从方法论上加以解决。即使有,收效也甚微。Zhang(1999)也发现,盈余资本化模型仅仅适用于处于稳定状态的公司,而对于低效率的公司(low efficient companies)和高成长性的公司则不适合。

<sup>④</sup> 如Collins et al. (1999)、Jan and Ou (1995)和Subramanyam and Venkatachalam(1998)运用亏损公司样本,并且使用简单的盈余资本化模型做回归发现:盈余反应系数显著为负。这意味着亏损越大,股价将越高。这显然是违背常理的。当他们加入净资产变量时,异常现象消失了。无疑,此时回归模型中遗漏了清算期权的替代变量——净资产。

资产负债表模型<sup>①</sup> (balance sheet model) 假设市场是完善的 (complete) 和完美 (perfect) 的。在这样理想的市场条件下, 所有的资产和负债都将是分割和获得市场价值的, 包括实物期权在内的无形资产也将不能为企业带来任何的经济租金 (也即超额收益)。然而真实的市场情况却并非如此理想。事实上, 商誉、管理技巧、资产的协同效应 (asset synergy) 以及实物期权 (real options) 等的广泛存在使得租金的获取非常普遍, 但是由于这些资产并不能被分割, 并且也不符合传统财务会计的确认条件, 在资产负债表中便得不到反映。用资产负债表模型进行研究设计, 也就几乎不可避免地存在遗漏变量的现象。

尽管剩余收益定价模型在某种程度上考虑了增长机会对权益定价的影响 (Feltham and Ohlson, 1995), 但却假定资本的增长是稳定的, 并且是独立于现行剩余收益的。也就是说, 现行的超额收益对投资决策的制定起不到任何指导作用。同时, 它也没有考虑企业被清算的情况<sup>②</sup>。因此, 该模型对实物期权影响的考虑是不足的, 投资决策在该模型中很大程度上仍然是外生的变量。当投资决策被视为内生变量而引入该模型时, 函数关系本身可能不再是线性关系, 而是凸函数 (convex function) 关系<sup>③</sup> (Burgstahler et al., 1997; Zhang, 2000; Biddle et al., 2002)。

由于盈余资本化模型、资产负债表模型和剩余收益定价模型不恰当地将投资决策视为了外生变量。这就造成三个模型都不是描述性的 (descriptive), 从而使得基于三个模型之上的研究结论或多或少地值得

<sup>①</sup> 据我们所知, 最早使用资产负债表模型的应该是 Landsman (1984)。

<sup>②</sup> Dixit and Pindyck (1994) 指出, 一家企业关闭一家产生损失的工厂也是一种“投资”。初始支出是企业为把自己从合同条款中解脱出来所必须做出的支出, 包括人工的解雇费。而预期回报则是未来损失的减少。另外, 在财务文献中, Robichek and Van Hore (1967) 及 Myers and Majd (1990) 等早就指出清算选择权会增加公司的价值。在会计领域, Ronen and Sorter (1973) 也讨论过资产的脱手价值 (exit value) 对公司定价的重要性, Berger, Ofek and Swary (1993) 则进一步地发展了清算期权的观念, 并且提供了其对公司权益价值影响的证据 (引自: Hayn, 1995, The information content of losses, Journal of Accounting and Economics, P127.)。

<sup>③</sup> 即一阶导数和二阶导数都大于零的函数。

怀疑<sup>①</sup>。一些学者也就借此对传统的价值相关性研究进行猛烈地批评<sup>②</sup> (Holthausen et al., 2001)。为了应对这些批评, 并且推动价值相关性研究进一步向前发展, 就“有必要在传统的定价模型中明确地考虑租金 (rents) 和清算期权等所造成的影响” (Holthausen et al., 2001)。

Hayn(1995)将亏损样本和盈利样本分开来进行检验, 发现与盈利样本相比, 亏损样本的股票价格与会计盈余之间的关系要弱得多。她将此解释为是因为投资者拥有清算选择权 (abandonment option)。也就是说, 当投资者预料企业未来将持续发生亏损时, 会将企业清算掉。

此后运用实物期权概念进行研究设计的文献不断增多。如 Berger et al. (1996)在 Hayn(1995)的基础上做了进一步的研究, 他们不仅进一步证实了清算期权假设, 而且还发现投资者运用资产负债表数据来估计清算价值。Subramanyam et al. (1998)发现当会计盈余中存在暂时性成分时, 净资产只是替代以前年度的盈余起到间接定价作用。而当企业发生亏损时, 现在和过去的盈余基本上不再具有增量信息含量, 净资产则能提供绝大部分的增量解释力。他们因此得出结论认为净资产在权益定价中仅能起到非常有限的作用——充当清算价值的替代变量。Collins, et al. (1999)利用亏损

<sup>①</sup> 如 Ely and Waymire (1999)运用剩余收益定价模型发现, 1927——1993 年间会计盈余的价值相关性不是逐渐地上升, 而是逐步地下降了。这似乎暗示着美国的三个准则制定机构所制定的准则并没有达到其信誓旦旦的目标——提高会计信息的价值相关性。也即有准则的年代反而不如没有准则的年代了, 这无疑是值得怀疑的。另外, Collins, et al.(1997)运用剩余收益定价模型发现, 在 1953-1993 年的过去 41 年中, 净资产的增量解释力增强了, 而会计盈余的增量解释力却逐年减弱。这被很多的学者解释为资产负债表已上升为第一张报表, 而损益表则下降为第二张报表了。然而, Subramanyam et al.(1998)则发现当会计盈余中存在暂时性的成分时, 净资产只是替代以前年度的盈余起到间接定价作用。当企业发生亏损时, 现在和过去的盈余基本上不再具有增量信息含量, 净资产则能提供绝大部分的增量解释力。从而他们得出结论认为净资产在权益定价中仅能起到非常有限的作用, 即充当清算价值的替代变量。

<sup>②</sup> 如 Holthausen et al. (2001)认为, FASB 在准则的制定过程中不仅会考虑权益定价的影响, 而且还会考虑合约 (包括债务合约和管理当局报酬合约等)、管制、税收及其他制度安排的影响。并且最后所出台的准则也是这些因素共同博弈的均衡结果 (equilibrium)。然而价值相关性研究仅仅只考虑了会计信息对权益定价的影响, 因而这些研究所产生结果和建议是否对准则制定者提供帮助是值得怀疑的。另外, 由于这些传统的定价模型没有考虑租金 (rents)、和清算选择权及所产生的非线性关系, 因此仅从权益定价的角度而言, 那些基于传统的定价模型基础之上的实证结论也是值得怀疑的。

样本对净资产在权益定价中的三种地位假说（未来正常收益替代变量、清算价值的替代变量和规模控制变量）进行了实证检验，发现除规模控制变量假说外，其他两种地位假说都能得到经验证据的支持。Tan (2001) 则进一步地发现：对于很可能破产的公司（bankruptcy candidates），只有净资产与权益市值是显著地相关的，并且净资产充当的是清算价值的替代变量。而对于将被兼并的公司（merger candidates），净资产和净收益都能提供增量的解释力，此时净资产则是未来预期正常收益的替代变量。

尽管如此，但以上文献的研究并没有模型的支撑。Burgstahler et al. (1997) 因此首次尝试建立权益定价的期权模型（option-style equity valuation model）。然而，Zhang (2000) 却认为，Burgstahler et al. (1997) 的模型过于抽象<sup>①</sup>，并且该模型也没有考虑到企业扩张的情况。他们因此试图进一步地弥补 Burgstahler et al. (1997) 的缺陷，正式地引入看涨期权的概念，并且建立了一个既包含调整期权，又包含扩张期权的权益定价理论模型。Chen et al. (2002) 则对 Zhang (2000) 理论模型的预测进行了实证检验。他们发现，随着企业的盈利能力和增长机会的增加，净资产在权益定价中的作用越来越小，而净收益的作用则越来越大。

如此种种，不胜枚举。可以说，西方实证会计研究界将投资机会内生化的研究，又将价值相关性研究向前推进了一大步。

然而，就我国大陆地区而言，尽管实证会计研究在不断地兴起，研究者所涉猎的范围也在不断地扩大<sup>②</sup>，但直接运用实物期权的思想进行研究设计的文献还很少。

<sup>①</sup> 这是因为 Burgstahler et al. (1997) 主要关注于实证分析，而不在于建立正式的模型（Zhang, 2000）。

<sup>②</sup> 如我国上市公司首次公开发行（IPO）时的财务包装现象、我国配股监管政策与上市公司盈余管理行为、上市公司资产重估增值及成因、上市公司盈利预测准确性和可靠性问题、亏损上市公司盈余管理行为、我国上市公司股利政策具体形式若干决定因素、市盈率和净资产倍率的决策有用性、我国审计师市场独立性和集中度问题的实证研究等问题都有学者涉猎（赵宇龙，2000）。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库